

CALIFICACIÓN:

Tercer Papel comercial	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de la Circular de Oferta Pública, del respectivo Contrato Privado de Emisión y demás documentos habilitantes.

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidenta Ejecutiva
mavila@globalratings.com.ec

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Tercer Programa de Papel Comercial de DIPAC MANTA S.A. en comité No.334-2022, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 09 de diciembre de 2022; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2019, 2020 y 2021, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha de corte octubre de 2022 (Aprobado en Acta de Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas del 19 de septiembre 2022 por un monto de hasta USD 4.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La siderurgia es una industria básica para el desarrollo económico del país, al ser una actividad fundamental dentro de las cadenas de valor de diversos sectores productivos. La producción de acero crudo en Ecuador es marginal frente a la de otros países de la región y la industria se enfoca en productos de acero largo, que abastecen principalmente al sector de la construcción. La construcción es considerada un sector estratégico y un motor de desarrollo, por su alto impacto económico y social. Específicamente en el negocio de transformación de acero y elaboración de productos para la construcción y metalmecánica, DIPAC MANTA S.A. mantiene un buen posicionamiento en el mercado y está haciendo esfuerzos por ampliar su cobertura a través de nuevos locales generando mayor presencia geográfica.
- DIPAC MANTA S.A. es una compañía con más de 44 años de trayectoria y experiencia en el mercado y cuenta con una estructura definida. La compañía tiene un Directorio no estatutario que es responsable de los lineamientos estratégicos, lo que evidencia una administración transparente y objetiva, que le ha permitido posicionarse como referente en el medio.
- DIPAC MANTA S.A. mantiene mayor participación de ventas en la línea de comercialización directa con el consumidor final lo que le permite obtener un mayor margen de ganancia, una diversificación adecuada de clientes, le permite soportar de mejor manera eventuales contracciones en el sector de la construcción nivel nacional y favorece la posición de liquidez de la empresa.
- DIPAC MANTA S.A. ha mantenido una cobertura de EBITDA sobre gastos financieros holgada en el periodo analizado, con valores muy superiores a la unidad. Así también los años de pago con EBITDA y con flujo libre de efectivo demuestran una solvencia importante de la compañía. El capital de trabajo ha sido siempre positivo y con valores relevantes que permitirían cubrir las obligaciones de corto plazo sin inconvenientes en caso de así requerirlo. El rendimiento sobre patrimonio es alto con valores superiores a 40% durante el periodo analizado y se compara de manera favorable frente a inversiones alternativas de riesgo similar.
- DIPAC MANTA S.A. mantuvo un Flujo Libre de Efectivo positivo durante todo el periodo analizado, lo que ha permitido repartos de dividendos, cancelación de obligaciones con costo e inversiones de acuerdo con las necesidades de la empresa.
- DIPAC MANTA S.A. evidencia una gestión de inventarios que le ha permitido aprovechar favorablemente la fluctuación en el precio del acero en el mercado global evidenciado en un incremento en el margen de ganancia.
- Las proyecciones bajo un escenario conservador prevén índices financieros muy favorables, generación de flujos de efectivo a nivel operativo en cifras altas lo que permitiría una cancelación rápida de la deuda con costo si así lo decidiera la compañía, realizar las inversiones que se estimen necesarias y una política de reparto de dividendos sin poner en riesgos los pagos de la emisión ni de las otras obligaciones.
- El Papel Comercial bajo análisis se encuentra debidamente instrumentado y estructurado, cuenta con resguardos de ley y está amparada por Garantía General. Además, cuenta con un límite de endeudamiento que consiste en mantener una relación de pasivos con costos sobre activos totales menor o igual a setenta y cinco por ciento de forma anual.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de DIPAC MANTA S.A. provienen principalmente de la comercialización de productos de hierro o acero realizada directamente al consumidor final. Para 2019 la venta realizada al consumidor final alcanzó un monto de USD 44,99 millones, lo que significó una participación de 57,25% del total de las ventas, este valor decreció para 2020 totalizando en USD 37,83 millones, sin embargo, en términos porcentuales se evidenció un crecimiento en la participación (61,90%), ocasionado primariamente por una menor percepción de ingresos para ese año. De igual forma, para 2021 la concentración de ventas se mantuvo en la línea de comercialización directa con el cliente final (61,44%) lo que le permite a la compañía obtener un mayor margen, mantener una diversificación adecuada de clientes y soportar de mejor manera eventuales contracciones en el sector de la construcción a nivel nacional.

El costo de ventas presentó un comportamiento estable, con una participación promedio sobre las ventas de 64,08% entre 2019 y 2020. Se debe considerar que el costo de materia prima del acero y el hierro es autorregulado por el mercado internacional y ha existido un incremento importante en los últimos años. Para 2021 el costo de venta representó el 53,69% del total de las ventas, producto de la estrategia de la empresa al abastecerse de inventario de acero con precios en mejores condiciones. Para octubre de 2022 el costo de ventas ascendió a 74,53% del total de las ventas tomando el valor de USD 66,17 millones, mientras que para octubre de 2021 ese rubro representó 55,27% de las ventas (USD 43,01 millones), este comportamiento puede evidenciar la adquisición de materia prima con mayor precio y en cantidades superiores a las de 2021.

La utilidad bruta se presentó proporcional a las ventas y a los costos de cada periodo. En promedio entre el año 2019 - 2020 la utilidad bruta fue de USD 24,99 millones, mientras que para 2021 ascendió a USD 44,43 millones evidenciando un crecimiento de 85,82%, principalmente por el crecimiento en ventas que se evidencio ese año y por el efecto independiente que tuvo el precio del acero y del hierro tanto sobre las ventas como sobre los costos, así mismo el incremento en el precio de las materias primas, al ser un recurso escaso impulsó el consumo doméstico de acero a nivel mundial. Para octubre de 2022 la utilidad bruta (USD 22,61 millones) fue 35,06% menor que octubre de 2021 (USD 34,81 millones), este decrecimiento fue ocasionado principalmente por la mayor participación del costo sobre las ventas de octubre de 2022, resultado del incremento en el precio internacional de la materia prima.

Los activos de DIPAC MANTA S.A. han mantenido un comportamiento creciente, pasando de USD 51,55 millones en 2019 a USD 50,19 millones en 2020 y cerrando el año 2021 con USD 67,91 millones. Para 2020 los activos se concentraban fundamentalmente en inventarios, con una concentración de 50,41% del total del activo, incluyendo el valor de mercancías en tránsito, correspondiente principalmente a materia prima. Para el año 2021 los activos crecieron 35,29% principalmente por el aumento de 78,98% en inventarios y mercancías en tránsito que para ese año representaron el 66,69% del total de los activos.

Históricamente DIPAC MANTA S.A. ha mantenido la concentración del activo en el corto plazo representando en promedio 62,01% en el periodo 2019 – 2020. Para 2021 la concentración aumento a 72,62% del total del activo, año en el cual en el corto plazo se registraron cuentas significativas como inventarios con 38,65% de participación y mercancías en tránsito con 28,04% de participación del total de activos y cuentas con menor peso como: anticipo a proveedores (2,03%) y documentos por cobrar comerciales (1,50%). En el largo plazo la empresa mantiene propiedad, planta y equipo; que para 2021 representó el 23,01% del activo, tomando en cuenta terrenos, obras en construcción (2,67%) y derechos de uso (0,94%). Para octubre de 2022 la tendencia de concentración de activos se mantiene en el corto plazo con una concentración 75,46% del total de activos.

Históricamente los pasivos de la compañía han estado concentrados en el corto plazo, en promedio el pasivo corriente representó el 75,63% del total de los pasivos entre el año 2019 y 2020. Para diciembre de 2021 el pasivo corriente representó 74,00% del total del pasivo, el cual ha estado concentrado primariamente en cuentas y documentos por pagar comerciales de corto plazo (28,35%), obligaciones con instituciones financieras (15,08%), provisiones por beneficios de empleados (11,27%) y obligaciones con el Mercado de Valores (9,20%).

Para 2021 DIPAC MANTA S.A. muestra una estructura de financiamiento apalancada principalmente con: proveedores que ha representado el 28,35% del total de los pasivos, obligaciones con el Mercado de Valores representado el 25,73% del pasivo, ya sea de corto o largo plazo, y obligaciones con instituciones financieras (15,21%). Desde el 2015 la empresa ha incursionado en el Mercado de Valores como alternativa de financiamiento con la Primera Emisión de Obligaciones. Para octubre de 2022 la estructura de pasivos se mantiene similar a la del periodo histórico siendo la principal fuente de fondeo con costo las obligaciones con el Mercado de Valores (30,85%).

El patrimonio presentó un incremento durante el periodo analizado; en 2019 tomó valores de USD 14,57 millones, mientras que para 2021 el patrimonio cerró el año con un valor de USD 27,09 millones, principalmente por la ganancia netas del periodo que fueron 196% mayores que las del año pasado. El capital suscrito y pagado de la compañía al 31 de diciembre de 2021 y 2020 comprende 580.500 acciones ordinarias de valor nominal de USD 1 dólar cada una, el cual está suscrito y totalmente pagado. De la misma manera, durante el 2021 la compañía declaró y pagó dividendos a sus accionistas por USD 8,21 millones (2020: USD 3,86 millones dividendos declarados y USD 2,00 millones dividendos pagados de años anteriores)

RESULTADOS E INDICADORES	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	OCTUBRE	
	REAL			PROYECTADO				2021	2022
	INTERANUAL								
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	78.599	61.821	95.944	105.539	100.262	103.270	105.335	77.825	88.775
Utilidad operativa (miles USD)	10.608	10.500	26.436	11.117	10.215	10.637	10.909	22.396	9.936
Utilidad neta (miles USD)	5.871	6.213	18.397	5.826	5.247	5.360	5.406	15.570	6.234
EBITDA (miles USD)	11.667	11.635	27.601	12.282	11.380	11.803	12.074	23.367	10.880
Deuda neta (miles USD)	23.225	13.989	15.930	24.376	23.279	25.003	24.093	16.274	9.641
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	14.224	16.228	7.485	7.558	8.968	5.808	6.129	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	16.856	4.849	15.695	16.864	15.650	16.362	16.812	30.480	30.144
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	23.162	18.175	12.990	10.333	18.342	20.133	20.821	12.234	(4.505)
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,50	0,64	2,12	1,19	0,62	0,59	0,58	1,91	-2,42
Capital de trabajo (miles USD)	3.474	6.429	19.110	12.177	7.376	7.929	9.642	11.626	28.542
ROE	40,29%	36,74%	67,89%	33,06%	31,10%	32,42%	29,72%	76,99%	22,45%
Apalancamiento	2,54	1,97	1,51	2,40	2,45	2,65	2,38	1,43	1,24

Fuente: Estados Financieros Auditados 2019 – 2021 y Estados Financieros Internos octubre 2022

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

El análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. Es importante mencionar que GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. procedió a estresar las proyecciones realizadas por el estructurador financiero con la idea de analizar la capacidad de reacción de la compañía en situaciones adversas a las proyectadas. De esta manera se proyectó un escenario estresado con menores ventas y una mayor participación del costo de ventas. En el análisis histórico, el Emisor registró una tendencia creciente en el nivel de ventas entre 2017 y 2019 que se revirtió para el 2020 como consecuencia de la crisis derivada de la emergencia sanitaria del COVID-19.

Considerando la recuperación de la actividad fruto de la normalización de la situación sanitaria y tomando en cuenta que en 2021 el consumo doméstico de acero a nivel mundial impulsó al alza el precio del *commodity*, al ser un recurso escaso, lo que influyó de manera positiva sobre las ventas y el margen de la compañía, y considerando el comportamiento de la empresa hasta octubre de 2022, se prevé que las ventas para el final de 2022 mantengan un crecimiento aproximado de 10%. Es importante mencionar que las ventas de la empresa están ligadas a la fluctuación del precio del acero, tomando en cuenta el comportamiento histórico en cuanto al precio del *commodity* se estima que para 2023 las ventas disminuyan 5% y se establezcan en el futuro con un crecimiento de aproximadamente de 2,5% para los años de vigencia de la emisión.

La participación del costo de ventas no ha presentado una tendencia definida debido a que depende de la fluctuación del precio del acero. Para el 2022 se estima que la participación sobre las ventas se estabilizará alrededor de 75% debido al comportamiento real hasta octubre de 2022, y se mantenga durante el resto de la vigencia del Papel Comercial.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera incrementará para el año 2022 como consecuencia de la reactivación económica. Se estimó que los días de cartera se ubicarían en valores en torno a los 6 días, al compararse con la proyección de días de pago, superiores a los 40 días en los próximos años, revelan una situación de flujos muy favorable.

En cuanto a los inventarios, la compañía mantiene un *stock* importante de existencias como eje estratégico de su gestión comercial. En este sentido, la proyección analiza en su conjunto el valor del inventario y de mercaderías en tránsito, monto que a diciembre de 2021 tenía un valor combinado de USD 45,29 millones, ocasionado por la mayor adquisición de existencias beneficiándose del menor precio en los costos de 2021. Por otro lado para 2022 dicho valor alcanzaría los USD 36,27 millones, siempre manteniéndose alrededor de los 165 días de inventario, por debajo de los 183 días de 2021. No obstante, la necesidad de aprovisionamiento de existencias, la fortaleza financiera de la empresa permitiría obtener días de pago muy favorables para los próximos períodos.

El esquema de activos proyectado junto a las utilidades estimadas y los gastos que no requieren desembolso permitirían alcanzar niveles de flujos de efectivo provenientes de actividades operativas importantes, superando los USD 7 millones para 2022 y los USD 6 millones en 2025. Esta cantidad de recursos permite financiar un incremento en inversiones, cancelar deuda con entidades financiera y pagar dividendos por un monto estimado de USD 12 millones en 2022 y de USD 5 millones todos los años posteriores. La política de dividendos podría indicar un reparto aún mayor lo que tendría como consecuencia una cancelación más extendida en el tiempo de las obligaciones con costo.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales son una constante permanente que genera incertidumbre para el sector incrementando los precios de bienes importados. La compañía mantiene una adecuada diversificación de proveedores lo que permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de DIPAC MANTA S.A. lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de ventas con consumidores finales, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de software contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsible de los activos que respalda la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respalda la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones de mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas para la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros multirriesgo que la compañía mantiene sobre los activos con las aseguradoras Liberty Seguros S.A, CHUBB Seguros S.A y Ecuatoriano Suiza S.A.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene DIPAC MANTA S.A. no se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por lo que no existiría un riesgo en este respecto.

INSTRUMENTO

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO (USD)	PLAZO DEL PROGRAMA	PLAZO DEL VALOR	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL
Garantía	4.000.000	Hasta 720 días	Hasta 359 días	Cero cupón	Al vencimiento
Garantía General	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Garantía específica	No aplica				
Destino de los recursos	El 100% de los fondos que recaude DIPAC MANTA S.A. servirán para que ésta obtenga el capital de trabajo requerido para su operación.				
Estructurador financiero	Albión Casa de Valores S.A.				
Agente colocador	Albión Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representantes de obligacionistas	Gonzalo Córdova Abogados Cía. Ltda.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación en una razón mayor o igual a 1,25. 				
Límite de endeudamiento	Mientras se encuentre vigente el Programa de Papel Comercial, DIPAC MANTA S.A. se compromete a mantener una relación de pasivos con costos sobre activos totales menor o igual a setenta y cinco por ciento; dicho indicador será estimado de forma anual.				

Fuente: Circular de Oferta Pública

El Informe de Calificación de Riesgos del Tercer Programa de Papel Comercial de DIPAC MANTA S.A. ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.

Presidente Ejecutivo